

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO
PROFISSIONAL EM ECONOMIA

**Impacto das tendências de mercado nos
retornos de operações de Fusões e
Aquisições ocorridas no Brasil entre
janeiro de 2009 e janeiro de 2014.**

Carlos Alexandre Rosado França

132ME10007

ORIENTADOR: PROF. DR. Luiz de Magalhães Ozório

Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2015.

“IMPACTO DAS TENDÊNCIAS DE MERCADO NOS RETORNOS DE OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES OCORRIDAS NO BRASIL ENTRE JANEIRO DE 2009 E JANEIRO DE 2014”.

CARLOS ALEXANDRE ROSADO FRANÇA

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Profissionalizante em Economia como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre em Economia.
Área de Concentração: Finanças Corporativas.

Avaliação:

BANCA EXAMINADORA:

Professor. DR. LUIZ DE MAGALHÃES OZÓRIO (Orientador)
Instituição: Faculdade de Economia e Finanças Ibmec (IBMEC-RJ)

Professor CARLOS DE LAMARE BASTIAN PINTO
Instituição: IBMEC

Professor MARCELO DE SALES PESSOA
Instituição: IPEA

Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2015.

FICHA CATALOGRÁFICA

Prezado aluno (a),

Por favor, envie os dados abaixo assim que estiver com a versão definitiva, ou seja, quando não faltarmos nenhuma alteração a ser feita para o e-mail biblioteca.rj@ibmecrj.br, colocando no assunto:

FICHA CATALOGRÁFICA - MESTRADO.

Enviaremos a ficha catalográfica o mais breve possível para o seu e-mail (se possível em até 72 horas).

- 1) Nome completo;
- 2) Título e subtítulo (se houver e separados);
- 3) Ano da defesa;
- 4) Área de concentração;
- 5) Assunto principal (contextualizado);
- 6) Assuntos secundários;
- 7) Palavras-chave, e
- 8) Resumo (se possível)
- 9) Curso (Mestrado profissionalizante em ...)

Ou envie os anexos contendo a página de rosto e a do resumo, além da área de concentração.

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais, Elmar e Maria Cristina, por terem me proporcionado uma boa educação, imprescindível para a minha jornada profissional.

À minha esposa Flávia, pelo apoio em todos os momentos da minha vida e ao meu filho Victor, por ter sempre me dado alegrias desde o seu nascimento.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha esposa e aos meus pais pelo apoio dado durante todo o período do curso de Mestrado em Economia.

Agradeço ao professor Luiz Ozório pela orientação e dedicação neste trabalho, fundamentais para que eu concluísse a minha Dissertação.

Destaco também os colegas de turma, cujas trocas de experiências foram fundamentais para o meu aprendizado.

RESUMO

O objetivo deste estudo é verificar o impacto das tendências de mercado nos retornos de operações de Fusões e Aquisições (F&A) ocorridas entre janeiro de 2009 e janeiro de 2014. Através de um estudo de eventos, utilizou-se a metodologia do Retorno Anormal Acumulado para verificar o retorno das ações das empresas adquirentes em um período de 3 dias antes e 3 dias depois do anúncio das operações, e em um período de 15 dias antes e 15 dias depois do anúncio. Realizou-se a segmentação da amostra em empresas adquiridas de Capital Fechado e Capital Aberto, e verificou-se que somente a aquisição de empresas de Capital Fechado realizada em momentos de aquecimento do mercado gera retornos anormais positivos para as empresas adquirentes. Nos demais casos, os retornos das empresas compradoras são estatisticamente iguais a zero.

Palavras Chave: Fusões e Aquisições, Tendências de Mercado, Retorno Anormal Acumulado e Estudo de Eventos.

ABSTRACT

The objective of this study is to assess the impact of market trends on returns of Mergers and Acquisitions (M&A) occurred between January 2009 and January 2014. Through an event study, we used the methodology of Cumulative Abnormal Return to calculate the stocks returns of acquirers in a period of three days before and three days after the announcement of the transactions, and in a period of 15 days before and after the announcement. The tests were performed with segmentation of acquired companies (privately held and publicly traded companies). It was found that only acquisition of privately held companies held in high-valued market generates positive abnormal returns for acquiring companies. In other cases, returns are statistically equal to zero.

Key Words: Mergers and Acquisitions, Market Trends, Abnormal Return, Event Study.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Número de operações de F&A - janeiro a maio (2002 a 2015).....	14
Figura 2 - Número de negócios - nacionais x estrangeiros.....	15
Figura 3 - Evolução das modalidades de F&A - 2002 a 2015.....	16
Figura 4 - Gráfico Ibovespa (janeiro de 2009 a janeiro de 2014).....	26

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Amostra utilizada na pesquisa.....	24
Tabela 2 - Períodos de alta e baixa valoração do mercado.....	25
Tabela 3 - Hipóteses formuladas para os testes paramétricos	28
Tabela 4 - Separação dos dados em 2 grupos.....	29
Tabela 5 - Separação dos dados em 4 grupos.....	29
Tabela 6 - Teste de normalidade na amostra - 3 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação)	30
Tabela 7 - Teste de normalidade na amostra sem <i>outliers</i> - 3 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação)	30
Tabela 8 - Teste T - Retorno Anormal Acumulado - 3 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação)	31
Tabela 9 - Teste de normalidade - 15 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação)...	31
Tabela 10 - Teste de normalidade da amostra sem <i>outliers</i> - 15 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação)	32
Tabela 11 - Teste T - Análise do retorno anormal acumulado (CAR) - 15 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação).....	32
Tabela 12 - Teste de normalidade na amostra - janela de 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto)	32
Tabela 13 - Teste de normalidade na amostra sem <i>outliers</i> - janela de 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto)	33
Tabela 14 - Teste T - Análise do retorno anormal acumulado (CAR) - 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto).....	33
Tabela 15 - Testes de normalidade na amostra - janela de 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto)	34
Tabela 16 - Teste de normalidade na amostra sem <i>outliers</i> - janela de 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto).....	35
Tabela 17 - Teste T - Análise do retorno anormal acumulado (CAR) - 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto).....	35
Tabela 18 - Teste de normalidade na amostra - janela de 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa).....	36
Tabela 19 - Teste de normalidade na amostra sem <i>outliers</i> - janela de 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa).....	37

Tabela 20– Teste T – janela de 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa)	37
Tabela 21 - Testes de Normalidade - janela de 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x sberto e mercado em alta x em baixa).....	38
Tabela 22 - Testes de Normalidade sem <i>outliers</i> - janela de 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa).....	38
Tabela 23 - Teste T - janela de 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa)	39

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO E EMPÍRICO	16
3	METODOLOGIA DE PESQUISA	22
3.1	AMOSTRA E FONTE DE DADOS	23
3.2	OPERACIONALIZAÇÃO DO ESTUDO (RESULTADOS).....	25
3.3	TRATAMENTO DOS DADOS E RESULTADOS DA PESQUISA	29
3.3.1	JANELA DE 3 DIAS ANTES E DEPOIS DO ANÚNCIO (SEM SEGMENTAÇÃO)	30
3.3.2	JANELA DE 15 DIAS ANTES E DEPOIS DO ANÚNCIO (SEM SEGMENTAÇÃO)	31
3.3.3	JANELA DE 3 DIAS ANTES E DEPOIS DO ANÚNCIO (SEGMENTAÇÃO CAPITAL FECHADO X CAPITAL ABERTO)	32
3.3.4	JANELA DE 15 DIAS ANTES E DEPOIS DO ANÚNCIO (SEGMENTAÇÃO CAPITAL FECHADO X CAPITAL ABERTO).	34
3.3.5	JANELA DE 3 DIAS ANTES E DEPOIS DO ANÚNCIO (SEGMENTAÇÃO ABERTO X FECHADO E MERCADO EM ALTA X EM BAIXA).....	36
3.3.6	JANELA DE 15 DIAS ANTES E 15 DIAS DEPOIS DO ANÚNCIO(SEGMENTAÇÃO CAPITAL FECHADO X ABERTO E MERCADO EM ALTA X EM BAIXA)	38
4	CONCLUSÃO	39
5	SUGESTÃO PARA ESTUDOS FUTUROS	41
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	42

1 INTRODUÇÃO

Existe um consenso na literatura de que as maiores beneficiadas em operações de Fusões e Aquisições são as empresas adquiridas. Porém, há divergência em relação ao benefício das empresas adquirentes, pois, alguns estudos apontam que as empresas compradoras também são beneficiadas enquanto outros pontuam que os retornos são estatisticamente iguais a zero.

No presente estudo, procurou-se identificar o impacto da tendência de mercado no retorno de operações de Fusões e Aquisições, ou seja, se o fato de o mercado estar em alta ou em baixa impacta o retorno das ações das empresas adquirentes. Utilizou-se a mesma metodologia adotada por Petmezas (2009), e Batista e Minardi (2010) para classificar os períodos de alta e baixa do mercado. Utilizou-se duas janelas temporais, uma de 3 dias antes e depois do anúncio das operações e outra de 15 dias antes e depois do anúncio.

Utilizou-se a base de dados da Bloomberg, a mesma utilizada por Cipriane (2014), que contém 569 operações realizadas entre janeiro de 2009 e janeiro de 2014.

O presente estudo foi dividido da seguinte forma. No segundo capítulo, realiza-se a revisão da literatura sobre operações de Fusões e Aquisições (referencial teórico e empírico). No terceiro capítulo, descreve-se a metodologia da pesquisa realizada e a análise dos dados. O quarto capítulo refere-se à conclusão do estudo e o quinto refere-se a sugestões para estudos futuros.

Seção – Fusões e Aquisições

Fusões e Aquisições (F&A) são operações que envolvem a reorganização societária de empresas, referentes à união ou compra de ativos motivada pela possibilidade de geração de

valor econômico para os acionistas. No processo de Fusão, a personalidade jurídica das empresas envolvidas se extingue pela criação de uma nova empresa. Por outro lado, em operações de Aquisição, ambas as empresas mantêm sua personalidade jurídica, sendo que a adquirente passa deter o controle da adquirida.

Existem outros tipos de operação que envolvem mudança societária. Em operações de Incorporação, a empresa adquirente mantém a sua personalidade jurídica, e em operações de Cisão, ocorre a venda de parte das unidades de negócios e a criação de uma nova empresa.

Considerando a vasta literatura sobre operações de F&A ocorridas sobretudo no mercado norte-americano, há um entendimento majoritário de que as empresas adquiridas são as maiores beneficiadas em tal processo. Em relação ao benefício esperado pelas empresas adquirentes, há divergência nos resultados, pois, alguns estudos, tais como Jensen e Ruback (1983), Bradley, Desai e Kim (1983), Jarrel, Brickley e Netter (1988), e Copeland e Weston (1988), apontam que as empresas adquirentes não são beneficiadas em tais operações, embora outros estudos, tais como Asquith *et al* (1983), e Loderer e Martin (1992) apontam que as empresas adquirentes apresentam retornos anormais positivos.

Os estudos de operações de F&A podem envolver análise *ex-ante*, ou seja, em uma janela temporal compreendida em um período antes e depois do anúncio da operação ou análise *ex-post*, que é uma análise em um determinado período após a ocorrência do evento.

A análise *ex-ante* capta as perspectivas do mercado quanto ao sucesso da operação de F&A, enquanto em uma análise *ex-post* pode-se verificar o resultado efetivo alcançado pela empresa após a realização da operação.

Os estudos de operações de F&A costumam focar no retorno obtido pelas empresas adquirentes, pois, o retorno das empresas adquiridas somente é observável caso elas sejam de capital aberto. Adicionalmente, caso tenha ocorrido a operação de Incorporação, ocorre a perda da personalidade jurídica da empresa adquirida após a conclusão da operação, não sendo possível realizar a sua análise *ex-post*.

São diversos os motivos para se realizar operações de F&A, dentre os quais, sinergias é citado recorrentemente como o principal motivo para a realização de F&A. Assim, acredita-se que as empresas juntas possuam um maior do valor do que separadas, devido à redução de custos ou aumento de receitas, dentre outros fatores. Outros fatores tais como aquisição de empresas subavaliadas ou mal geridas, diversificação e formação de impérios também podem ser considerados para a realização das operações.

Conforme PriceWaterhouseCoopers– PwC (2015) sobre o cenário de F&A no Brasil, verifica-se uma mudança no volume de negócios realizados no país, cujo valor médio entre 2002 e 2005 (de janeiro a maio) foi de 146 transações e entre 2010 e 2015 (janeiro a maio) foi de 326 transações (vide figura 1 abaixo).

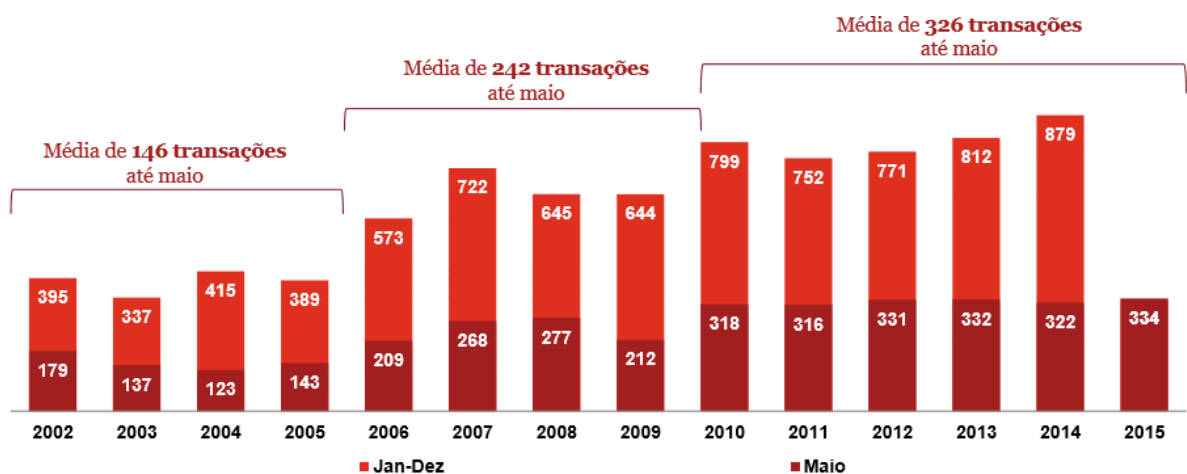


Figura 1- Número de operações de F&A - janeiro a maio (2002 a 2015)
Fonte: PriceWaterhouseCoopers – PwC (2015)

PriceWaterhouseCoopers (2015) ressalta o aumento do interesse de investidores estrangeiros na aquisição de empresas brasileiras, sobretudo pela valorização do dólar frente ao real (vide figura 2 abaixo).



Figura 2 - Número de negócios - nacionais x estrangeiros

Fonte: PriceWaterhouseCoopers – PwC (2015)

Destaca-se que dentre os investidores estrangeiros, os americanos foram os que participaram do maior número de aquisições de empresas brasileiras entre 2014 e 2015.

Os gráficos da figura 3 comparam a evolução do volume de operações de F&A segregadas pelas suas modalidades.

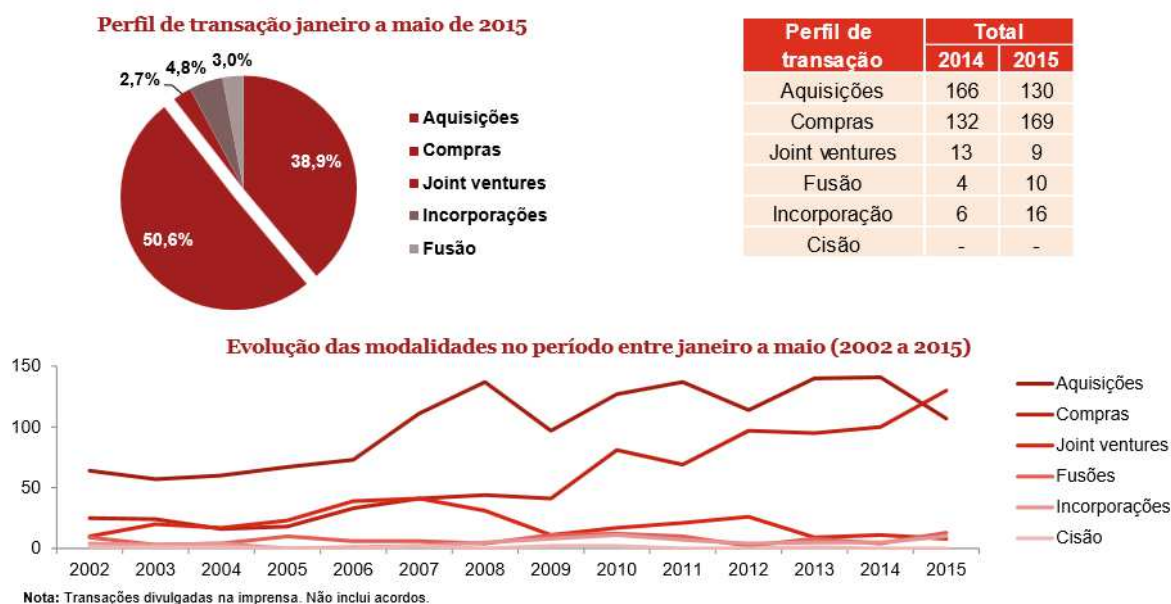


Figura 3 - Evolução das modalidades de F&A - 2002 a 2015
 Fonte: PriceWaterhouseCoopers – PwC (2015)

Destaca-se que as modalidades *Aquisições* e *Compras*¹ são as que apresentam o maior número de transações no período analisado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E EMPÍRICO

O porte do mercado acionário brasileiro é bastante inferior ao norte-americano. Considerando a vasta literatura sobre operações de F&A ocorridas sobretudo no mercado norte-americano, há um entendimento majoritário de que as empresas adquiridas são as maiores beneficiadas em tais processos. Em relação ao benefício esperado pelas empresas adquirentes, há

¹ Refere-se a transações onde não houve alteração de controle das empresas adquiridas com as operações.

divergência nos resultados, pois, alguns estudos, tais como Jensen e Ruback (1983), Bradley, Desai e Kim (1983), Jarrel, Brickley e Netter (1988), Copeland e Weston (1988), apontam que as empresas adquirentes não são beneficiadas em tais operações, embora outros estudos, tais como Asquith *et al* (1983), e Loderer e Martin (1992) apontam que as empresas adquirentes apresentam retornos anormais positivos.

Alguns estudos, tais como Kimura e Suen (1997), Barros *et al.* (2001), Barros *et al.* (2003), e Caldas *et al.* (2004) relatam as dificuldades por que passam empresas envolvidas em operações de F&A e descrevem os motivos que levam muitas dessas operações a fracassarem em tais processos. O problema de choque de cultural é citado recorrentemente como uma das principais causas de insucesso em operações de F&A, conforme apontado nos estudos de Kimura e Suen (1997), Barros *et.al.* (2001) e Damodaran (2004). Barros *et.al.* (2001) ressalta que os principais problemas encontrados após as operações de F&A serem concretizadas são relacionados à avaliação incorreta do negócio, à expectativa de mercado não atendida e a questões culturais. Caldas *et al.*(2004) cita que o fracasso de algumas operações de F&A pode ser atribuído a jogos de poder dentro das organizações.

Kimura e Suen (1997) analisa empresas estrangeiras que adquiriram empresas brasileiras como estratégia para entrada no mercado nacional. Descreve como riscos os choques culturais, conhecimento de mercado, riscos econômicos e políticos.

Jensen e Ruback (1983) revisa 13 estudos e constata em uma análise *ex-ante* um retorno extra²médio entre 20% e 30% para acionistas alvo de operações bem-sucedidas. Por outro lado, o retorno verificado para os acionistas das empresas adquirentes foi entre zero e 4%.

²Retorno extra é aquele esperado de se obter ao se realizar um investimento, após o ajuste para o risco de desempenho do mercado.

Bradley, Desai e Kim (1983) analisa os efeitos do fracasso em tomadas de controle acionário sobre as ações das empresas-alvo, e a reação inicial ao anúncio do fracasso é negativa, porém estatisticamente insignificante. Para os acionistas das empresas adquirentes, observou-se um retorno extra negativo de 5%, próximo ao anúncio do fracasso. Ressalta-se que apesar do fracasso na primeira tentativa, boa parte das empresas foram adquiridas em um período de até 60 dias a partir do fracasso inicial da tomada de controle, rendendo retornos extras entre 50% a 66% para os acionistas das empresas alvo. Também foi estudado um período de 180 dias após o anúncio das operações, e foi verificado que nos casos em que existiu uma empresa rival propondo a aquisição, o retorno extra negativo foi de 8% para a empresa compradora, e não ocorreu retorno extra quando não houve empresa rival.

Jarrel, Brickley e Netter (1988) analisa os resultados de 663 operações realizadas entre 1962 e 1985 e descreve em uma análise *ex-ante* que os prêmios alcançaram 19% nos anos 60, 35% nos anos 70 e 30% entre 1980 e 1985. Verifica-se que os acionistas das empresas compradoras obtiveram retornos extras de 4,4% nos anos 60, 2% nos anos 70 e -1% nos anos 80.

Copeland (2002) cita Copeland e Weston (1988) que realiza um estudo empírico em uma análise *ex-ante* no qual foram resumidos os resultados de dezenas de estudos acadêmicos sobre transações envolvendo companhias abertas, no qual constatou-se que os acionistas das companhias adquiridas são os grandes vencedores, recebendo em média ágio de 20% em operações de fusão amigáveis e 35% em aquisições hostis. Os acionistas das companhias adquirentes receberam em média retornos estatisticamente iguais a zero. A razão pela qual os acionistas das empresas adquiridas recebem a maior parte dos benefícios é porque a concorrência entre as adquirentes em potencial força o preço da empresa-alvo até o ponto em que resta pouco ou nenhum benefício para os adquirentes. Assim, o mercado seria cético quanto à probabilidade de os adquirentes terem sucesso nas operações de F&A.

Copeland (2002) cita Aslinger&Copeland (1996) que avalia os resultados em aquisições obtidos por 13 fundos de *Private Equity* (efetuando *LBOs*³) e 8 adquirentes corporativos americanos de empresas que não pareciam *a priori* ter sinergias com as empresas adquiridas. Foram efetuadas 820 operações, nas quais 80% apresentaram retornos superiores ao custo de capital investido nas transações. Os adquirentes corporativos apresentaram retornos médios de 18% ao ano ao longo de 10 anos, resultado superior ao obtido pelo índice S&P no mesmo período. Destaca-se que os fundos de *Private Equity*, apresentaram retornos de 35% no mesmo período. O motivo pode ser atribuído ao esforço em melhorar rapidamente o desempenho operacional das empresas adquiridas em contraste à média das grandes empresas adquirentes, em que a administração tem pequeno envolvimento com a empresa adquirida.

Copeland (2002) cita que a Mckinsey analisa 116 programas de aquisição, envolvendo múltiplas aquisições nos Estados Unidos e Grã-Bretanha, ocorridos entre 1972 e 1983, de empresas situadas entre as 200 maiores da revista Fortune. As operações eram consideradas bem-sucedidas caso obtivessem um retorno acima do custo de capital, após um período de pelo menos três anos. Constatou-se que 61% das operações fracassaram e 23% obtiveram sucesso. Verifica-se que das 97 operações que foram malsucedidas, as que obtiveram maior chance de sucesso foram aquelas em que os adquirentes compraram empresas pequenas em áreas correlatas à sua.

Copeland (2002) analisa transações acima de \$500 milhões entre companhias abertas americanas realizadas entre janeiro de 1996 e setembro de 1998 e constata que o mercado não esperava que os adquirentes obtivessem grandes lucros com as transações, enquanto os acionistas das empresas adquiridas beneficiaram-se de forma significativa em 90% dos casos. Relata-se que a percepção do mercado foi de que houve muitas operações consideradas boas

³*Leveraged Buyouts.*

para os adquirentes, porém, também houve muitas em que o mercado considerou ruim. Dentre os adquirentes cujas ações apresentaram alteração de preços significativa, 42% saíram ganhando e 58% perdendo.

Damodaran (2004) ressalta que as atividades de F&A são mais frequentes nos anos em que os preços das ações estão mais altos. Considerando que a existência de empresas subavaliadas é considerada um dos principais motivos para a realização de operações de F&A, conclui-se que existem outros motivos que predominam na tomada de decisão quanto à realização das referidas operações. Podemos inferir que nos períodos em que o mercado está mais otimista é mais comum a realização de operações de F&A. Os acionistas das empresas alvo são os maiores beneficiários nas tomadas de controle acionário obtendo retornos acima do esperado, definido como aquele que se espera obter com um investimento após ajuste para o risco e desempenho do mercado.

Wood, Vasconcelos e Caldas (2004) estuda 53 operações de F&A realizadas no Brasil entre 1996 e 2000 motivado pela alta taxa de insucesso observada em processos de Fusões e Aquisições e a escassez de estudos focados em economias emergentes. Das 53 operações, 20 foram casos de aquisições de empresas brasileiras por empresas estrangeiras, 19 casos de aquisições ou fusões entre empresas brasileiras e 14 casos relacionados a fusões ou aquisições entre empresas estrangeiras já operando no Brasil. Com o intuito de descobrir as causas para o sucesso ou insucesso das operações, foram realizadas 238 entrevistas, sendo no mínimo 3 por operação, com os principais envolvidos nas empresas adquirentes e adquiridas. Os casos foram divididos em 2 subconjuntos de acordo com a origem do capital (nacional ou estrangeiro). A conclusão foi de que a origem do capital pode não ser o principal fator a explicar os resultados atingidos e os impactos dos processos de F&A. Adicionalmente,

concluiu-se que 33 operações apresentaram bons resultados, enquanto 20 operações apresentaram resultados abaixo do esperado.

Petmezas (2009) analisa a influência do momento do mercado em que a aquisição ocorre (mercado em alta ou em baixa) com os retornos das ações das empresas adquirentes. De acordo com o índice Preço/Lucro do mercado acionário britânico, classifica os meses de valoração do mercado em alta valoração, média valoração e neutro. Assim, estuda-se a relação entre retornos anormais das empresas adquirentes e os períodos de alta e baixa valoração do mercado. A conclusão é de que, no curto prazo, as operações de F&A ocorridas em momentos de alta valoração apresentam retornos positivos significativos, o que não ocorre em períodos de baixa valoração. As conclusões para o longo prazo (1 ano e 3 anos) são de que os retornos são negativos para as empresas adquirentes.

Batista e Minardi (2010) analisa uma amostra de 687 operações de F&A realizadas por empresas de capital aberto, no período de 1º de janeiro de 1986 a 31 de dezembro de 2007. Após a filtragem inicial, a amostra final resultou em uma base composta de 110 observações para a análise de curto prazo e 108 observações para a análise de longo prazo. Utilizou-se a metodologia de Petmezas (2009) para verificar a valoração do mercado e conclui que as aquisições realizadas em momento de baixa valoração têm desempenho significativamente superior ao mercado no curto prazo, porém, significativamente inferior no longo prazo. Tal conclusão diverge do resultado do estudo de Petmezas (2009).

Cipriane (2014) conclui em uma análise *ex-ante*, utilizando uma janela temporal de 20 dias antes e depois do anúncio das operações, que a aquisição de empresas de capital aberto gera retornos anormais positivos para as empresas adquirentes, enquanto que a aquisição de

empresas de capital aberto gera retornos estatisticamente iguais a zero para as empresas compradoras.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Através de um estudo de eventos, foi analisado o comportamento dos preços de ações de empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), em um período de 3 dias antes e depois dos anúncios de operações de F&A e em um período de 15 antes e depois dos referidos anúncios. As operações ocorreram entre janeiro de 2009 e janeiro de 2014.

Para o estudo em questão, para identificarmos se a percepção do mercado é de que operações de F&A geram retornos positivos para o acionista, realizamos inicialmente a análise dos dados sem nenhuma segmentação da amostra. Em um segundo momento, para tentarmos identificar fatores que impactam os retornos anormais nos preços das ações das empresas envolvidas em tais processos, realizamos a separação da amostra em 2 grupos das empresas adquiridas, capital aberto e capital fechado. Por fim, além da segregação anterior, realizamos a segmentação dos períodos de alta e baixa valoração do mercado para verificarmos o impacto das tendências de mercado nos retornos de operações de Fusões e Aquisições.

Utilizou-se o método apresentado por Petmezas (2009) para classificar os meses em que o mercado estava em alta e em baixa, utilizando-se a média aritmética do índice Preço/Lucro (P/L) de todas as ações listadas na Bovespa. Excluiu-se para o cálculo da média, os valores negativos e aqueles superiores a 100, tal como sugeriu o referido autor.

Através do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários, calculamos o valor esperado do P/L médio em cada mês (de janeiro de 2009 a janeiro de 2014), sendo que cada período contém os valores dos P/L médios observados nos 5 anos anteriores do mês objeto. Assim, para o cálculo do P/L esperado de janeiro de 2009, utilizou-se os valores dos P/Ls médios de fevereiro de 2004 a janeiro de 2009. Para o cálculo do P/L previsto para o mês seguinte, avançou-se um mês no período analisado, ou seja, utilizou-se os valores dos P/Ls médios de março de 2004 a fevereiro de 2009, de forma que o último período analisado contém os valores dos P/Ls médios de fevereiro de 2009 a janeiro de 2014.

São considerados de alta valoração os meses cujas diferenças entre o P/Ls médios realizados e os P/Ls médios esperados são positivas e de baixa valoração aqueles cujas diferenças são negativas.

Considerou-se o mês em que ocorreram as operações de F&A para classificá-las em períodos de alta ou baixa valoração de mercado.

3.1 Amostra e Fonte de Dados

A base de dados foi extraída da plataforma Bloomberg Data Services, que contém informações relativas a 569 operações de F&A ocorridas no Brasil entre 09/01/2009 e 29/01/2014. Para obtenção de informações adicionais, tais como, detalhe das operações, preços e índice P/L das empresas nos períodos analisados, utilizou-se a base de dados Economatica. Foram desconsideradas as ações da Bovespa que possuíam liquidez⁴ menor que 1%.

⁴ A medida de liquidez considerada foi o volume negociado das ações das empresas.

A tabela 1 discrimina os eventos de acordo com os setores em que atuam as empresas adquirentes.

Tabela 1 – Amostra utilizada na pesquisa

Eventos por setor	Quantidade de Eventos			Quantidade de empresas compradoras	Eventos por empresa
	Aquisição. Empresas Cap. Fechado	Aquisição. Empresas Cap. Aberto	Total		
Finanças e Seguros	71	20	91	14	6,5
Outros	85	1	86	23	3,7
Alimentos e Bebidas	41	4	45	12	3,8
Energia Elétrica	30	6	36	12	3,0
Shoppings	34	0	34	6	5,7
Comércio	29	1	30	10	3,0
Imobiliário	30	0	30	3	10,0
Petróleo e Gas	26	3	29	2	14,5
Educação	23	1	24	3	8,0
Transporte & Serviços	23	0	23	8	2,9
Mineração	20	2	22	4	5,5
Siderur. & Metalur.	13	4	17	7	2,4
Software e Dados	17	0	17	4	4,3
Veiculos e peças	14	3	17	6	2,8
Construção	15	0	15	9	1,7
Máquinas Industriais	13	1	14	3	4,7
Química	8	3	11	5	2,2
Telecomunicações	8	0	8	3	2,7
Agro e Pesca	5	1	6	3	2,0
Textil	6	0	6	4	1,5
Papel e Celulose	5	0	5	2	2,5
Eletroeletrônicos	3	0	3	2	1,5
Total Geral	519	50	569	145	3,9

3.2 Operacionalização do Estudo (Resultados)

Para a realização da análise com a segmentação da amostra de acordo com os períodos em que o mercado esteve em alta e em baixa, foram estimadas 61 regressões, correspondentes ao número de meses existentes entre janeiro de 2009 e janeiro de 2014, período em que ocorreram as operações de F&A, objeto do presente estudo. As observações ocorridas de fevereiro de 2004 a janeiro de 2009 compuseram a janela da primeira regressão. Para o cálculo do P/L médio do mês seguinte, o período da amostra avançou 1 mês, e assim sucessivamente até que para o cálculo da última regressão, utilizou-se o período de fevereiro de 2009 a janeiro de 2014.

Dos 61 meses avaliados, 36 compõem o grupo de alta valoração e 25 foram classificados como período de baixa valoração. Vide tabela abaixo.

Tabela 2 - Períodos de alta e baixa valoração do mercado

Mercado											
Alta		x		x		x		x		x	
Baixa	x		x		x		x		x		x
Período	jan/09 a ago/09	set/09 a nov/09	dez/09	jan/10 a fev/10	mar/10 a nov/10	dez/10 a jul/11	ago/11 a set/11	out/11 a mai/13	jun/13 a set/13	out/13 a dez/13	jan/14

Destaca-se que das 569 operações realizadas, 383 ocorreram em período de alta valoração e 186 em período de baixa valoração do mercado.

Segue abaixo figura 6 referente ao gráfico do Ibovespa do período de janeiro de 2009 a janeiro de 2014.

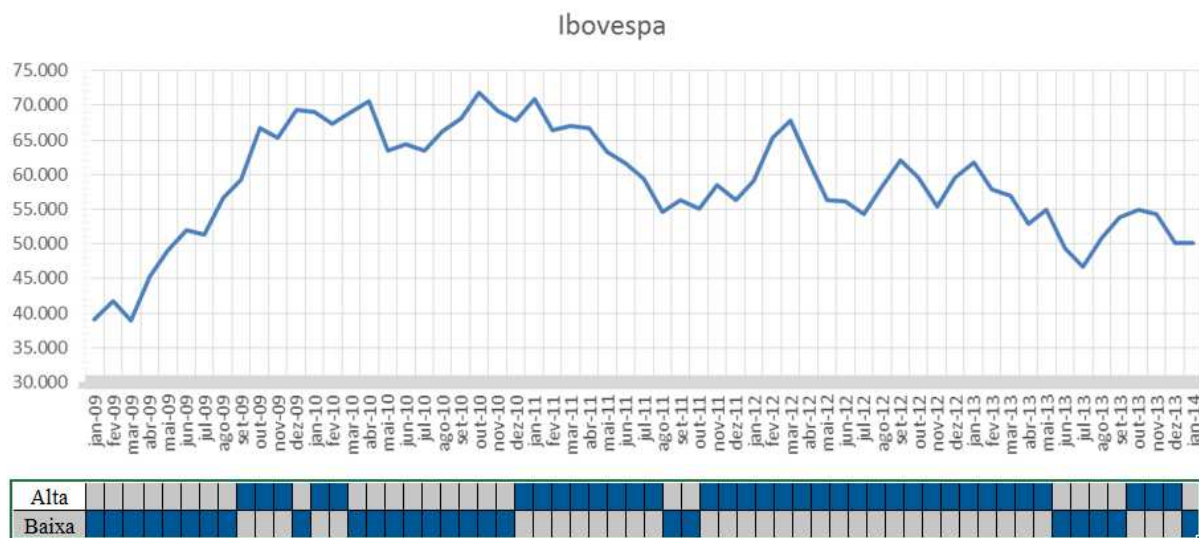


Figura 4 – Gráfico Ibovespa (janeiro de 2009 a janeiro de 2014)

O Retorno Anormal Acumulado (*CAR – Cumulative Abnormal Return*) é a variável escolhida para medir a criação de valor dos eventos. Para obtê-lo calcula-se o retorno normal, ou esperado, através do método do Retorno de mercado Ajustado (*MAR*).

$$MAR = LN \left(\frac{IBOVESPA_{jt}}{IBOVESPA_{jt-1}} \right)$$

Em que:

MAR = Retorno de Mercado Ajustado;

Ibovespa_t = Índice Bovespa na data *t*;

Ibovespa_{t-1} = Índice Bovespa na data *t-1*.

Em seguida calcula-se o retorno na ação da empresa compradora (*EAR*), conforme segue:

$$EAR = LN \left(\frac{CMA_{jt}}{CMA_{jt-1}} \right)$$

Em que:

EAR = Retorno Efetivo;

CMA_{jt} = Cotação de Mercado da Ação da empresa j na data t ;

CMA_{jt-1} = Cotação de Mercado da Ação da empresa j na data $t-1$.

Cipriane (2014)⁵ verifica que os resultados considerando como índice β das ações das empresas compradoras o valor igual a 1 e utilizando-se o β real das ações, são estatisticamente iguais. Assim, para efeito de simplificação, considera-se para o presente estudo o β igual a 1.

Assim, para calcular o Retorno Anormal Acumulado (CAR), foi acumulada a diferença entre o Retorno Efetivo (EAR) e o Retorno de Mercado(MAR).

$$CAR = \sum_{t=-n}^n EAR_j - MAR$$

Em que:

CAR = Retorno Anormal Acumulado;

⁵ No presente estudo utilizou-se a mesma base de dados utilizada por Cipriane (2014).

EAR = Retorno Efetivo;

MAR = Retorno de Mercado Ajustado;

n = Períodos de acumulação do *CAR* (neste caso, optou-se por utilizar janelas de 3 e 15 dias anteriores e posteriores ao anúncio dos eventos).

Para as análises das amostras, testou-se inicialmente a normalidade das amostras por meio do teste de Shapiro-Wilk. Nos casos em que rejeitou-se inicialmente a hipótese nula de normalidade da amostra, excluiu-se os *outliers* por meio da metodologia de identificação de *outliers* de Hoaglin&Iglewicz (1987), e verificou-se que as amostras analisadas sem *outliers* possuem distribuição normal. Em seguida, realizou-se o teste de que o retorno acumulado é estatisticamente igual a zero por meio do Teste T de uma amostra.

A tabela abaixo apresenta as hipóteses formuladas para os testes paramétricos utilizados nesta pesquisa.

Tabela 3 – Hipóteses formuladas para os testes paramétricos

Testes	Hipóteses Formuladas	p-valor
Shapiro-Wilk	H0 - a distribuição dos dados é normal	$> \alpha$ aceita-se H_0 , e conclui-se que a distribuição é normal
	H1 - a distribuição dos dados não é normal	$< \alpha$ rejeita-se H_0 , e conclui-se que a distribuição não é normal
Teste T	H0 - as médias populacionais são iguais	$> \alpha$ aceita-se H_0 , e conclui-se que as médias são iguais
	H1 - as médias populacionais não são iguais	$< \alpha$ rejeita-se H_0 , e conclui-se que as médias não são iguais

O teste T foi realizado para o valor zero, ou seja, caso o sigma (p-valor) apresente valor superior a 5%, aceita-se H_0 e conclui-se que o Retorno Normal Acumulado (CAR) da amostra é zero. Caso contrário, rejeita-se H_0 e conclui-se que o CAR é diferente de zero. Neste caso, é necessário verificar os limites do Intervalo de Confiança, pois, é possível que o valor de CAR seja negativo.

3.3 Tratamento dos Dados e Resultados da Pesquisa

Para o cálculo do CAR, foram utilizadas 2 janelas, 1 referente a 3 dias antes e 3 dias depois do anúncio das operações de F&A e outra referente ao período entre 15 dias antes e depois do anúncio.

Inicialmente, analisou-se a amostra sem nenhuma segregação. Em seguida, separou-se a amostra em 2 grupos, e depois em 4 grupos, conforme tabelas abaixo.

Tabela 4 - Separação dos dados em 2 grupos

Empresa Adquirida	
Capital Fechado	Capital Aberto
Grupo 01	Grupo 02

Com a segregação acima, pode-se testar a hipótese de que a aquisição de empresas de Capital Fechado tende a ter maior sucesso do que a aquisição de empresas de Capital Aberto.

Por fim, separamos a amostra em 4 grupos, de acordo com os critérios abaixo determinados.

Tabela 5 - Separação dos dados em 4 grupos

Mercado	Empresa Adquirida	
	Capital Fechado	Capital Aberto
Em Alta	Grupo 01	Grupo 02
Em Baixa	Grupo 03	Grupo 04

Com a segmentação dos dados em 4 grupos, podemos testar se o nível de valoração do mercado possui influência no retorno das operações de Fusões e Aquisições, que é o objetivo principal do presente estudo.

Para as análises estatísticas dos dados foi utilizado o software IBM SPSS Statistics 20.

3.3.1 Janela de 3 dias antes e depois do anúncio (sem segmentação)

Tabela 6 - Teste de normalidade na amostra - 3 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação)

CAR3	Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.
	,978	569	,000

A hipótese H_0 é que a amostra possui distribuição normal. Assim, para um nível de significância de 5%, rejeitamos H_0 , pois, o valor de sigma é inferior a 5% e concluímos que a amostra não possui distribuição normal.

Utilizando a metodologia de identificação de *outliers* de Hoaglin&Iglewicz (1987), foram localizados 9 valores discrepantes.

Excluímos os *outliers* e os testes de normalidade foram satisfatórios, conforme quadro abaixo.

Tabela 7 - Teste de normalidade na amostra sem *outliers* - 3 dias antes e depois dos anúncios(sem segmentação)

CAR3 s/ <i>outliers</i>	Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.
	,995	560	,056

Verifica-se que o valor de sigma é superior a 5%. Assim, aceita-se a hipótese nula de que a amostra possui distribuição normal.

Tabela 8 - Teste T – Retorno Anormal Acumulado - 3 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação)

CAR3 <i>s/outliers</i>	Valor do teste= 0				
	t	df	Sig. (2- extremidades)	Diferença média	95% Intervalo de confiança da diferença
					Inferior Superior
	2,066	559	,039	,0043826	,000216 ,008549

O teste realizado é de que o Retorno Anormal Acumulado é zero. Tendo em vista que o valor de sigma é 3,9%, ao nível de significância de 5%, rejeitamos a hipótese nula H_0 . Considerando que os limites do intervalo de confiança do quadro acima são positivos, concluímos que o Retorno Anormal Acumulado é positivo.

Assim, pode-se concluir que operações de F&A geram retornos adicionais para as empresas adquirentes. Testaremos adiante se o tipo de capital da empresa adquirida e se o nível de valoração do mercado são fatores que impactam os retornos das empresas adquirentes.

3.3.2 Janela de 15 dias antes e depois do anúncio (sem segmentação)

Tabela 9 - Teste de normalidade - 15 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação)

CAR15	Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.
	,937	569	,000

No teste acima podemos notar que para um nível de significância de 5%, rejeitamos H_0 e concluímos que a amostra não possui distribuição normal.

Utilizando a metodologia de identificação de *outliers* de Hoaglin&Iglewicz (1987), foram localizados na amostra 10 valores discrepantes.

Excluimos os *outliers* e os testes de normalidade foram satisfatórios, conforme quadro abaixo.

Tabela 10 - Teste de normalidade da amostra sem outliers - 15 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação)

CAR15 s/outliers	Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.
	,997	559	,356

Verifica-se que o valor de sigma é superior a 5%, assim, aceita-se a hipótese nula de que a amostra possui distribuição normal.

Tabela 11 - Teste T - Análise do retorno anormal acumulado (CAR) - 15 dias antes e depois dos anúncios (sem segmentação)

CAR 15 s/outliers	Valor do Teste = 0					
	t	df	Sig. (2- extremidades)	Diferença média	95% Intervalo de confiança da diferença	
					Inferior	Superior
	3,723	558	,000	,0147157	,006952	,022480

Tendo em vista que o valor de sigma é zero, rejeitamos H_0 , que é a hipótese de que o retorno anormal acumulado é zero. Considerando que os limites do intervalo de confiança do quadro acima são positivos, concluímos que o Retorno Acumulado é positivo. Destaca-se que este é o mesmo resultado para a janela de 3 dias antes e depois sem realização de nenhuma segmentação da amostra.

3.3.3 Janela de 3 dias antes e depois do anúncio (segmentação capital fechado x capital aberto)

Tabela 12 - Teste de normalidade na amostra - janela de 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto)

CAR 3	Grupo	Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.
	1	,978	519	,000
	2	,965	50	,140

No teste acima podemos notar que com um nível de significância de 5%, para o Grupo 1 (empresas adquiridas de Capital Fechado), o valor de sigma (ou p-Valor) é inferior a 5%,

então rejeita-se a hipótese de normalidade da amostra. Para o Grupo 2 (empresas adquiridas de Capital Aberto), o valor de sigma foi de 14%, então, aceitamos H_0 e concluímos que este grupo possui distribuição normal.

Utilizando a metodologia de identificação de *outliers* de Hoaglin&Iglewicz (1987), foram localizados no grupo 1, 9 valores discrepantes.

Excluimos os *outliers* e os testes de normalidade são descritos abaixo.

Tabela 13 - Teste de normalidade na amostra sem outliers - janela de 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto)

CAR3 s/outliers	Grupo	Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.
	1	,995	510	,067
	2	,965	50	,140

Para ambos os grupos, aceita-se H_0 e conclui-se que as amostras apresentam distribuição normal.

Tabela 14 - Teste T - Análise do retorno anormal acumulado (CAR) - 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto)

CAR 3 s/outliers	Grupo	Valor do Teste= 0					
		t	df	Sig. (2- extremidades)	Diferença média	95% Intervalo de confiança da diferença	
						Inferior	Superior
	1	2,010	509	,045	,0045339	,000103	,008965
	2	,475	49	,637	,0028431	-,009183	,014869

Tendo em vista que no grupo 1, o valor de sigma é 4,5%, rejeitamos H_0 , que é a hipótese de que o retorno anormal acumulado é zero. Considerando os limites do intervalo de confiança do quadro acima são positivos, concluímos que o Retorno Acumulado é positivo.

Entretanto, para o grupo 2, o valor σ é 63,7%, assim não é possível rejeitar a hipótese nula de que o retorno adicional é zero.

O resultado acima é de que a aquisição de empresas de capital fechado gera retornos anormais para os acionistas das empresas adquirentes, enquanto que a aquisição de empresas de capital aberto gera retornos adicionais nulos.

3.3.4 Janela de 15 dias antes e depois do anúncio (segmentação capital fechado x capital aberto).

Tabela 15 - Testes de normalidade na amostra - janela de 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto)

CAR15	Grupo	Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.
	1	,936	519	,000
	2	,978	50	,487

No teste acima podemos notar que com um nível de significância de 5%, o Grupo 1 apresentou valor de σ (ou p-Valor) inferior a 5%. Assim, rejeitamos H_0 e concluímos que este grupo não possui distribuição normal. Por outro lado, para o grupo 2, verifica-se que este possui distribuição normal.

Utilizando a metodologia de identificação de *outliers* de Hoaglin&Iglewicz (1987), foram localizados 12 valores discrepantes no grupo 1.

Excluimos os *outliers* e os testes de normalidade foram satisfatórios, conforme quadro abaixo.

Tabela 16 - Teste de normalidade na amostra sem outliers - janela de 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto)

CAR 15 s/outliers	Grupo	Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.
	1	,998	507	,764
	2	,978	50	,487

Verifica-se que com o nível de significância de 5%, para ambos os grupos aceita-se H_0 e conclui-se que as amostras apresentam distribuição normal.

Tabela 17 - Teste T - Análise do retorno anormal acumulado (CAR) - 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto)

CAR15 sem outliers	Grupo	Valor do Teste= 0					
		t	df	Sig. (2- extremidades)	Diferença média	95% Intervalo de confiança da diferença	
						Inferior	Superior
	1	3,788	506	,000	,0156288	,007523	,023734
	2	1,536	49	,131	,0176020	-,005434	,040638

Tendo em vista que, como no grupo 1 o valor de sigma é inferior a 5%, rejeitamos H_0 , que é a hipótese de que o retorno anormal acumulado é zero. Considerando que os limites do intervalo de confiança do quadro acima são positivos, concluímos que o Retorno Acumulado é positivo.

Para o Grupo 2, não é possível rejeitar a hipótese nula de que retorno anormal acumulado é zero.

Assim, os resultados verificados para a janela de 15 dias antes e depois dos anúncios são os mesmos observados para a janela de 3 dias antes e depois com a mesma segmentação.

3.3.5 Janela de 3 dias antes e depois do anúncio (segmentação aberto x fechado e mercado em alta x em baixa)

Com esta segmentação podemos verificar o impacto das tendências de mercado nos retornos das operações de F&A. Verificamos que a aquisição de empresas de capital fechado gera retornos adicionais para os acionistas das empresas adquirentes, enquanto que a aquisição de empresas de capital aberto gera retornos adicionais nulos. Com a presente segmentação, analisaremos se, dependendo do nível de valoração do mercado, existe divergência com os resultados observados até o momento.

Tabela 18 - Teste de normalidade na amostra - janela de 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa)

CAR3	Grupo	Shapiro-Wilk		
		Statistic	Df	Sig.
	1	,969	358	,000
	2	,916	25	,042
	3	,987	161	,130
	4	,931	25	,094

No teste acima podemos notar que com um nível de significância de 5%, o Grupo 1 e o Grupo 2 apresentaram valores de sigma (ou p-Valor) inferiores a 5%. Assim, rejeitamos H_0 e concluímos que estes grupos não possuem distribuição normal.

Tendo em vista que o valores de sigma para os grupos 3 e 4 foram superiores a 5%, conclui-se que eles possuem distribuição normal.

Utilizando a metodologia de identificação de *outliers* de Hoaglin&Iglewicz (1987), foram localizados no grupo 1, 5 valores discrepantes e no grupo 2, 1 valor discrepante.

Excluimos os *outliers* e os testes de normalidade foram satisfatórios, conforme quadro abaixo.

Tabela 19 - Teste de normalidade na amostra sem outliers - janela de 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa)

CAR3 sem outliers	Grupo	Shapiro-Wilk		
		Statistic	Df	Sig.
	1	,995	353	,289
	2	,978	24	,853
	3	,987	161	,130
	4	,931	25	,094

Após a exclusão dos outliers presentes no Grupo 1 e no Grupo 2, os valores de Sig foram superiores a 5%. Assim, não é possível rejeitar a hipótese nula em nenhum dos quatro grupos. Conclui-se que o requisito de normalidade necessário para o teste das médias foi atendido.

Tabela 20– Teste T – janela de 3 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa)

CAR3 sem outliers	Grupo	Valor do Teste= 0					
		T	df	Sig. (2- extremidades)	Diferença média	95% Intervalo de confiança da diferença	
						Inferior	Superior
	1	2,117	352	,035	,00573393	,000407	,011060
	2	,294	23	,771	,0015676	-,009466	,012601
	3	-,058	160	,954	-,0002628	-,009165	,008640
	4	,855	24	,401	,0084786	-,011994	,028952

De acordo com o teste acima, somente para as empresas do Grupo 1 (alta valoração e empresas adquiridas de Capital Fechado), rejeita-se a hipótese de que os retornos acumulados são nulos. Destaca-se que dos 559 eventos, 352 (63%) se enquadram neste grupo.

Assim, podemos concluir que a aquisição de empresas de capital aberto não deverá gerar retornos adicionais para as empresas adquirentes, independentemente do nível de valoração do mercado. Adicionalmente, mesmo quando o mercado estiver bem valorado, a aquisição somente trará retornos adicionais se as empresas adquiridas forem de capital fechado.

3.3.6 Janela de 15 dias antes e 15 dias depois do anúncio(segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa)

Tabela 21 - Testes de Normalidade - janela de 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa)

CAR15	Grupo	Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.
	1	,943	358	,000
	2	,934	25	,107
	3	,916	161	,000
	4	,962	25	,465

No teste acima podemos notar que os grupos 1 e 3 apresentam o Sig (ou p-Valor) inferior a 5%. Dessa forma, rejeitamos H_0 e podemos dizer que estes grupos não apresentam distribuição normal.

Nos grupos 2 e 4, os valores de sig foram superiores a 5%, assim, aceita-se H_0 e conclui-se que estes grupos apresentam distribuição normal.

Utilizando a mesma metodologia adotada anteriormente, identificamos 4 *outliers* no Grupo 1, e 2 *outliers* no Grupo 3, que foram excluídos da amostra. Segue abaixo os testes de normalidade revisados.

Tabela 22 - Testes de Normalidades sem *outliers* - janela de 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa)

CAR15 sem <i>outliers</i>	Grupo	Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.
	1	,992	354	,051
	2	,934	25	,107
	3	,990	159	,322
	4	,962	25	,465

Após a exclusão dos *outliers* presentes nos Grupo 1 e 3, os valores de Sig são 5,1% e 32,2%, respectivamente. Assim, ao nível de significância de 5%, não é possível rejeitar a hipótese

nula de normalidade da amostra em nenhum dos quatro grupos. Assim, o requisito de normalidade necessário para o teste das médias foi atendido.

Tabela 23 - Teste T - janela de 15 dias antes e depois dos anúncios (segmentação capital fechado x aberto e mercado em alta x em baixa)

CAR15 sem outliers	Grupo	Valor do Teste = 0					
		T	df	Sig. (2- extremi- dades)	Diferença média	95% Intervalo de confiança da diferença	
						Inferior	Superior
	1	4,179	353	,000	,0209552	,011092	,030818
	2	1,498	24	,147	,0205882	-,007781	,048958
	3	-,478	158	,633	-,0039677	-,020347	,012412
	4	,784	24	,440	,0146111	-,023831	,053053

De acordo com o teste acima, somente para as empresas do Grupo 1 (alta valoração e empresas adquiridas de capital fechado), rejeita-se a hipótese de que os retornos acumulados são nulos. Destaca-se que dos 559 eventos, 353 (63%) se enquadram neste grupo.

Assim como no teste realizado para a janela de 3 dias antes e depois dos anúncios, podemos concluir que a aquisição de empresas de capital aberto não deverá gerar retornos adicionais para a empresa adquirente, independentemente do nível de valoração do mercado. Adicionalmente, mesmo quando o mercado estiver bem valorado, a aquisição somente trará retornos adicionais se as empresas adquiridas forem de capital fechado.

4 CONCLUSÃO

No presente trabalho foi analisada a relação entre o retorno das ações das empresas compradoras em 569 operações de Fusões e Aquisições ocorridas entre janeiro de 2009 e janeiro de 2014 e o nível de valoração do mercado. A conclusão de Petmezas (2009) é de que operações realizadas em momentos de alta geram retornos positivos para os acionistas das empresas adquirentes no curto prazo. Por outro lado, Batista e Minardi (2012) conclui que

operações realizadas em momento de apreciação do mercado geram retornos não diferentes de zero no curto prazo para os acionistas das empresas compradoras no curto prazo.

Damodaran (2004) destaca que as atividades de F&A são mais frequentes nos anos em que os preços das ações estão mais altos, ou seja, nos períodos em que o mercado está mais otimista. No estudo em tela, das 569 operações realizadas, 383 foram realizadas em períodos de alta e 186 foram realizadas em período de baixa valoração do mercado.

Analisando-se inicialmente os dados da amostra do presente estudo, sem nenhuma segmentação, tanto para a janela de 3 dias antes e depois dos anúncios quanto para a janela de 15 dias, verifica-se que a percepção do mercado é de que operações de F&A geram retornos anormais adicionais para as empresas adquirentes. Tal conclusão diverge de diversos estudos, tais como Jensen e Ruback (1983), Bradley, Desai e Kim (1983), Jarrel, Brickley e Netter (1988), e Copeland e Weston (1988), que apontam que as empresas adquirentes não são beneficiadas em operações de Fusões e Aquisições.

Ao realizarmos a primeira segmentação da amostra para tentarmos descobrir quais fatores podem ser preponderantes na geração do retorno adicional para as empresas adquirentes, concluímos que em ambos os períodos analisados, operações de F&A quando as empresas adquiridas são de capital fechado, geram retornos adicionais para as empresas adquirentes. Todavia, aquisições de empresas de capital aberto geram retornos adicionais nulos para as empresas adquirentes.

Considerando-se a janela de 3 dias antes e depois do anúncio das operações de F&A, a amostra sem *outliers* contempla 563 operações, sendo que 353 foram aquisições de empresas de capital fechado realizadas em momentos de aquecimento do mercado. Adicionalmente,

considerando-se a janela de 15 dias, a amostra sem *outliers* contempla 563 operações, sendo que 354 foram aquisições de empresas de capital fechado realizadas em momentos de aquecimento do mercado, o que pode explicar os resultados obtidos na análise sem segmentação da amostra de que os retornos acumulados são positivos para as empresas compradoras.

Ao testarmos o impacto das tendências de mercado nos retornos de operações de Fusões e Aquisições, verificamos que em ambos os períodos analisados, as empresas adquirentes somente terão retornos anormais positivos se as operações forem realizadas no momento em que o mercado estiver aquecido, mesmo que as empresas alvo sejam de capital fechado. Assim, mesmo em momentos de alta valoração, a aquisição de empresas de capital aberto não gera retornos adicionais para as empresas compradoras.

Podemos concluir que o estudo em tela converge com o estudo de Petmezas (2009), de que operações de F&A realizadas em períodos de alta valoração do mercado trazem retornos adicionais de curto prazo para as empresas adquirentes, enquanto que em períodos de baixa valoração, os retornos são estatisticamente iguais a zero.

5 SUGESTÃO PARA ESTUDOS FUTUROS

Como sugestão para novos estudos sobre o tema, sugere-se utilizar outras metodologias para classificar os períodos em alta e em baixa e comparar os resultados obtidos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASQUITH, P. **Merger bids, uncertainty and stockholder returns.** Journal of Financial Economics, v.11, abr.1983.

BARROS, Betânia Tanure de; RODRIGUES, Suzana Braga. **Compreendendo a dimensão cultural.** In: BARROS, Betânia Tanure de (Org.). Fusões, aquisições e parcerias. São Paulo: Atlas, 2001. cap.5. p.103-123.

BARROS *et al.* **Gestão nos processos de fusões e aquisições.** In: BARROS, Betânia Tanure. Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos. São Paulo: Atlas, 2003, cap.1, p.17-49.

BATISTA, DENIS; MINARDI, ANDREA. **Uma investigação sobre como a valoração do mercado (momentos de alta e de baixa) influencia o desempenho das operações de fusões e aquisições no Brasil.** Insper Working Paper WPE: 225/2010

BRADLEY, MICHAEL, ANAND DESAI, AND E. HAN KIM. 1983. **The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?** Journal of Financial Economics 11, no. 1-4: pp 183-206;1983

CALDAS, M.P.; VASCONCELOS, F. C.; WOOD, T. Jr. **Fusões e Aquisições no Brasil.** RAE Executivo. Vol.2, nº4, p. 41-45, nov.2003 / Jan.2004.

CIPRIANE, THIAGO **Retornos anormais nos processos de fusões e aquisições: um estudo de eventos;** 2014.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas.** McKinsey & Company, Inc. Makron Books, 2002, parte 1, cap. 7.

DAMODARAM, A. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática.** Bookman, 2ª Edição, 2004, cap.26, p.676-709.

HOAGLIN, D.C., IGLEWICZ, B. **Fine Tuning Some Resistant Rules for Outlier Labeling.** Journal of American Statistical Association, 1987.

JARREL, G.A.; BRICKLEY, J.A.; NETTER, J.M., **The Market for Corporate Control: the empirical evidence since 1980.** Journal of Economic Perspectives 2, 49-68, 1988.

JENSEN, MICHAEL C., RUBACK, Richard S. **The Market for Corporate Control: the scientific evidence.** Journal of Financial Economics, v.11, abr.1983, p.7-8.

KIMURA, H.; SUEN, A. **Fusões e Aquisições como estratégia de entrada (*entre mode*) no mercado brasileiro.** Caderno de Pesquisa em Administração, v.2, nº5, 1997.

LODERER C.; MARTIN K. **Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms.** Financial Management, v.21, n.3, p.69-79, 1992.

PETMEZAS, DIMITRIS **-What Drives Acquisitions?** Market Valuations and Bidder Performance - University of Surrey, School of Management, Guildford, Surrey, GU2 7XH, UK.

PRICE WATERHOUSE COOPERS. Empresa de Consultoria. Relatório de pesquisa: **Fusões e Aquisições no Brasil:** maio 2015.

THOMAZ WOOD JR, FLÁVIO C. VASCONCELOS E MIGUEL P. CALDAS, **Fusões e Aquisições no Brasil: Uma Análise Crítica do Teatro de Operações (2004).**